

## Fleury (FLRY3 – Compra)

### Queda forte na demanda, pressão de custos e despesas no 2T20

A Fleury não conseguiu aliviar a forte pressão de custos e despesas fixas no momento em que a demanda das operações despencou nos meses de abril e maio. Já eram esperadas dificuldades com o momento mais agudo da pandemia, mas os números vieram abaixo do esperado. A expectativa de retomada gradativa nos negócios, ficou para este segundo semestre, que é ainda visto como desafio para todos os setores da economia e ainda pode impor desafios significativos para a empresa. A despeito destas limitações, as medidas adotadas pelo Grupo Fleury deverão permitir a recuperação dos resultados nos próximos trimestres. Seguimos com recomendação de COMPRA e preço justo de R\$ 29,00 para a ação.

#### Principais destaques do 1S20/1S19:

- Pesaram sobre os resultados da companhia a redução de 36,9% no número de atendimentos e de 48,9% nos exames (orgânico) no 2T20. A queda nos atendimentos se deve ao distanciamento social e nos exames, a *mix* teve a influência da Covid-19.
- Com as restrições impostas pela Covid-19 as consultas eletivas tiveram queda substancial, exigindo ajustes na operação no mês de abril. Com isso, a receita das Unidades de Atendimento ficou em 33,5% do valor realizado em abril/19 e maio foi também um mês pesado para a companhia. Em junho já houve recuperação do faturamento, alcançando 90,1% da receita bruta de junho/19, sinalizando uma melhora dos números deste terceiro trimestre.
- No 2T20, a receita líquida da Fleury reduziu 37,6% somando R\$ 454,9 milhões (R\$ 728,7 milhões no 2T19) e no acumulado a queda foi de 18,2%. Os custos e despesas fixas, no entanto, caíram somente 11,3%, derrubando a margem bruta de 30% para 0,6%. Houve ainda um aumento na despesa financeira líquida que ajudou para uma última linha bastante penalizada.
- Os prejuízos líquidos de R\$ 73,3 milhões no 2T20 e de R\$ 14,6 milhões no 1S20, desafiam a Fleury a buscar resultados consistentes neste segundo semestre.
- Do lado da operação, nos meses de abril e maio, principalmente, a Fleury realizou uma reorganização da oferta de serviços com o fechamento temporário de aproximadamente 40% das Unidades de Atendimento. Em junho iniciou a reabertura das unidades, sendo que atualmente são menos de 5% das unidades fechadas.
- Segundo a companhia, no mês de junho, o B2B apresentou crescimento, de 19,3% com o retorno dos procedimentos eletivos e contribuição dos testes para COVID-19 nos hospitais e segmento de Laboratório de Referência. No 2T20, estes exames representaram 17,3% da receita bruta total, sendo 15,6% nas Unidades de Atendimento e 23,1% no B2B.
- Acreditamos que o Grupo Fleury deverá continuar se beneficiando da rápida transformação por que passa o setor de saúde complementar no Brasil, a partir da estrutura existente e da dinâmica do setor. Vale lembrar que este é um setor bastante pulverizado e que oferece oportunidades a pequenos laboratórios regionais, que, contudo, não chegam a ameaçar diretamente as grandes empresas.

Mario R. Mariante, CNPI

[mmariante@planner.com.br](mailto:mmariante@planner.com.br)

+55 11 2172-2561

[kborges@planner.com.br](mailto:kborges@planner.com.br)

+55 11 2172-2562

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Código	FLRY3
<b>Recomendação</b>	<b>COMPRA</b>
Cotação atual (R\$)	26,04
Preço justo (R\$/ação)	29,00
Potencial (%)	11,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	17,15 / 33,38

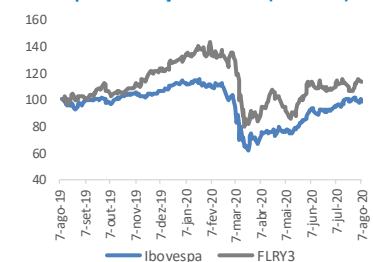
Dados da Ação	
Total de ações (mm)	317,1
Ações Ordinárias (%)	100,0
Free Float (%)	57,7
Vol. Méd. diário (1 mês) (R\$ mm)	15,8
Valor de Mercado (R\$ mm)	8.249

Desempenho da Ação		2020
FLRY3		-12,6%
Ibovespa		-11,1%

Cotação em 7/8/2020

Principais Múltiplos	2019	2020E	2021E
P/L	30,2	108,1	27,9
Cot./VPA (x)	5,4	5,0	4,3
Ret. s/ Patr. Líq.	17,9%	4,5%	16,5%
Lucro Líquido (R\$ mm)	313	76	296

#### Desempenho da ação em 12M (Base 100)



Fonte: Economática e Planner Corretora

- Atenção para o crescimento em novas frentes e multicanalidade – Destaque para o atendimento móvel, lançamento de novo produto, o cuidado Integrado para Empresas, atendimento por meio de drive-thru e Centros de Infusões de Medicamentos e Day Clinic em Ortopedias. Estas são novas frentes de negócios que passaram a incorporar o portfólio de serviços da Fleury.
- Os investimentos da Fleury seguem concentrados na área de tecnologia e digital. No 2T20 foram desembolsados R\$ 40,1 milhões (-3,7% s/ o 2T19). No 1S20, os desembolsos somaram R\$ 80,8 milhões, redução de 9,9% em relação ao 1S19 (R\$ 89,7 milhões no 1S19).
- Visando proteger-se de uma eventual dificuldade maior, a Fleury reforçou seu caixa a partir de dez/2019 com a captação de R\$ 550 milhões. Com isso, a dívida líquida atingiu R\$ 904,9 milhões no 1S20 e a relação com o EBITDA 12 meses correspondeu a 1,4x.
- A expectativa é de retomada gradual dos negócios, à medida que a flexibilização para a reabertura do mercado avance. Mesmo assim, a volta dos resultados à normalidade deverá ficar para o próximo ano.

## Perspectivas

Mesmo com as notícias positivas relacionada à reabertura das unidades de atendimento, ainda não temos uma leitura do volume de atendimentos e exames realizados. Portanto, de forma conservadora, acreditamos na retomada do curso normal dos resultados a partir do 1º trimestre de 2021, considerando o efeito das medidas adotadas pela empresa no sentido de compensar as perdas provocadas pela Covid-19.

Do lado positivo, vemos o resultado do Plano de Contingência de Custos e Despesas Operacionais, que poderá compensar neste segundo semestre parte das perdas realizadas no 1º semestre. É importante ressaltar que esta expectativa não leva em conta um eventual revés no quadro atual de controle da pandemia ou mesmo um atraso na flexibilização para a abertura dos negócios. Neste caso, a descoberta de uma vacina e sua colocação para aplicação em massa, passou a ser referência para a formação de um cenário para a economia e para o setor de atuação da empresa.

No curto prazo, o encolhimento das atividades com impacto na receita da companhia, deverá estabelecer um novo patamar de margens e a recuperação dos resultados para o nível histórico pode demorar um pouco mais.

## Outras medidas que deverão mitigar os efeitos negativos da pandemia

- **Plano de Contingência de Custos e Despesas Operacionais (PCCDO)** - A companhia iniciou em março um plano de contingência para a redução dos custos e despesas diante da redução da demanda provocada pelas restrições impostas com a COVID-19. Entre os meses de maio/20 e junho/20 se concentram os maiores dos ganhos das negociações realizadas.

Segundo a empresa, o PCCDO envolveu negociações com fornecedores, redução de jornada de trabalho com aderência da maior parte dos colaboradores e uma reorganização da oferta de serviços, concentrando a oferta em determinadas unidades de atendimento com redução de horário de atendimento e fechamento de parte das unidades. Como resultado, os custos e despesas evitados no período, considerando os aluguéis, totalizaram R\$ 102,4 milhões.

## Resumo dos resultados do 2T20 e o acumulado no 1S20

## FLEURY

## Resumo dos Resultados

R\$ milhões	1T19	2T19	1S19	1T20	2T20	1S20	Variação (%)		
							1T	2T	Sem.
<b>Receita Líquida</b>	<b>700,6</b>	<b>728,7</b>	<b>1.429,3</b>	<b>713,9</b>	<b>454,9</b>	<b>1.168,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-37,6</b>	<b>-18,2</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>223,2</b>	<b>218,8</b>	<b>442,1</b>	<b>187,6</b>	<b>2,6</b>	<b>190,2</b>	<b>-15,9</b>	<b>-98,8</b>	<b>-57,0</b>
Despesas Operacionais	(71,9)	(91,3)	(163,1)	(78,9)	(61,3)	(140,2)	9,7	-32,9	-14,0
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>151,3</b>	<b>127,6</b>	<b>279,0</b>	<b>108,7</b>	<b>(66,1)</b>	<b>42,6</b>	<b>-28,2</b>	<b>-</b>	<b>-84,7</b>
Resultado Financeiro	(24,6)	(28,2)	(52,8)	(28,8)	(36,6)	(65,4)	17,1	30,0	24,0
Resultado Antes dos Impostos	126,8	99,4	226,2	79,9	(102,7)	(22,8)	-	-	-
<b>Resultado Líquido</b>	<b>92,6</b>	<b>72,6</b>	<b>165,2</b>	<b>58,7</b>	<b>(73,3)</b>	<b>(14,6)</b>	<b>-36,6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Margem Bruta	31,9%	30,0%	30,9%	26,3%	0,6%	16,3%			
Margem EBIT	21,6%	17,5%	19,5%	15,2%	-14,5%	3,6%			
Margem Líquida	13,2%	10,0%	11,6%	8,2%	-16,1%	-1,2%			

Fonte: Fleury e Planner Corretora

## FLEURY (FLRY3) - Resumo dos Resultados Projetados (2020-2024)

R\$ milhões	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.664</b>	<b>2.905</b>	<b>2.493</b>	<b>2.892</b>	<b>3.035</b>	<b>3.186</b>	<b>3.344</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>809</b>	<b>888</b>	<b>502</b>	<b>839</b>	<b>880</b>	<b>924</b>	<b>970</b>
Despesas Operacionais	(305)	(328)	(295)	(342)	(359)	(377)	(395)
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>503</b>	<b>560</b>	<b>207</b>	<b>497</b>	<b>521</b>	<b>547</b>	<b>574</b>
Resultado Financeiro	(52)	(134)	(106)	(106)	(43)	1	48
<b>Resultado Antes dos Impostos</b>	<b>451</b>	<b>427</b>	<b>101</b>	<b>391</b>	<b>478</b>	<b>548</b>	<b>622</b>
<b>Resultado Líquido</b>	<b>332</b>	<b>313</b>	<b>76</b>	<b>296</b>	<b>362</b>	<b>414</b>	<b>470</b>
Margem Bruta	30,3%	30,6%	20,1%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Margem EBIT	18,9%	19,3%	8,3%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
Margem Líquida	12,4%	10,8%	3,1%	10,2%	11,9%	13,0%	14,1%
LPA	1,05	0,99	0,24	0,93	1,14	1,31	1,48
P/L (x)	17,5	30,2	108,1	27,9	22,8	19,9	17,6
Ret. s/ Patr. Líquido Médio	19,2%	17,9%	4,5%	16,5%	17,1%	16,5%	16,0%
Cotação de Fechamento	18,36	29,79	<b>26,04</b>				

Fonte: Fleury e Planner Corretora

## Impacto da pandemia nas principais linhas de resultado o 2T20:

**Receita bruta consolidada** – Total de R\$ 492,2 milhões (queda de 37,5%) com as Unidades de Atendimento reduzindo a sua participação de 84% para 77% da receita bruta. No 1S20, as Unidades de Atendimento representaram 81% da receita bruta.

A receita bruta das Unidades de Atendimento caiu 42,8% (-45,9% orgânico), atingindo R\$ 378,5 milhões. No 1S20, houve retração de 21,2% (25,6% orgânico).

**Redução de 19,0% no Número de exames por Atendimento Orgânico.** A receita bruta por exame cresceu 5,9%, atingindo R\$ 58,1 sobre os R\$ 54,9 no 2T19. O efeito mais relevante ocorrido no trimestre está relacionado com o mix de exames, com a grande incidência de exames relacionados com COVID-19.

**B2B: Hospitais e Laboratório de Referência** – redução de 10,1% na receita bruta reflexo da queda de 28,3% no volume de exames.

Custos dos Serviços Prestados – redução de 11,3% no 2T20 e os principais detalhes:

Pessoal e Serviços Médicos	-23,20%	A linha é majoritariamente de custos relacionados a Pessoal e Benefícios com natureza fixa.
Aluguéis, Serviços com Ocupação e Utilidades	-5,80%	Maior parte da linha é composta por custos fixos relacionados a manutenção (prédios, equipamentos), infraest. de TI, serv. terceirizados e utilities
Material Direto e Intermediação de Exames	12,10%	Impacto dos teste de Covid-19
Depreciação	-0,90%	
Gastos gerais	-68,30%	

**Receita líquida** – Queda de 37,6% no comparativo trimestral em 18,2% no semestre, reflexo dos fatores já mencionados.

**EBITDA** - O efeito da redução de atividade foi direto nas demais contas de resultado, com o EBITDA fechando em R\$ 19,6 milhões, (-91,5% s/ o 2T19) ajustado por efeitos não recorrentes. Se considerado em seu cálculo os custo e despesas com aluguéis, (ex-IFRS), o EBITDA ficou negativo em R\$ 20,9 milhões.

**Resultado Financeiro** – O resultado financeiro líquido aumentou significativamente no comparativo trimestral e no semestre, com destaque para os juros de arrendamento mercantil, somando R\$ 20,3 milhões no 2T20 e R\$ 36,7 milhões no acumulado do semestre. Em junho o saldo da conta arrendamento mercantil financeiro era de R\$ 805,7 milhões.

A Companhia possui operações de arrendamento de diversos ativos como: imóveis, equipamentos médicos e veículos. Em geral, os contratos de aluguel de veículos são realizados para períodos fixos de 5 anos. Os equipamentos médicos e veículos possuem prazos médios de 2 e 10 anos, respectivamente, porém, eles podem incluir opções de prorrogação. Esta conta somada ao aumento do endividamento, deverá continuar impactando o resultado financeiro de maneira significativa nos próximos anos.

**Endividamento** - A dívida bruta aumentou 78,9%, resultado das captações realizadas no período, R\$ 500 milhões em dezembro de 2019, R\$ 150 milhões em março de 2020 e R\$ 400 milhões em abril, com conseqüente impacto no caixa e equivalentes que aumentou sua posição em 283,8%. A dívida líquida cresceu 6,5%, e a relação com o EBITDA LTM correspondeu 1,4x.

**Investimentos** – No 2T20, redução de 3,7% nos investimentos, somando R\$ 40,1 milhões (R\$ 41,7 milhões no 2T19). No 1S20, os desembolsos somaram R\$ 80,8 milhões, redução de 9,9% em relação ao 1S19 (R\$ 89,7 milhões no 1S19). A área digital vem absorvendo a maior parte dos investimentos seguida pela renovação de equipamentos.

**Fluxo de Caixa** – Redução de 60% no fluxo de caixa, somando R\$ 65,5 milhões, explicada pela queda de 90,7% do EBITDA, parcialmente compensada pela melhora no CDG.

### Principais premissas adotadas:

Fluxo de atendimentos e exames nas Unidades de Atendimento – A companhia já comentou nos resultados do 2T20, a retomadas dos negócios em suas unidades de atendimento e no B2B.

Aliado a uma expectativa de melhora no ritmo das operações, existe também a expectativa de uma adequação dos custos de operação ao patamar de faturamento da empresa, o que não aconteceu no 2T20. Conforme informado pela companhia, já será possível mostrar um número expressivo positivo de redução de custos e despesas operacionais no 3T20.

O aumento no endividamento financeiro deverá seguir pressionando o resultado final com despesas financeiras mais elevadas e os investimentos foram considerados no mesmo nível do período anterior, portanto, abaixo de números históricos.

## Principais linhas de serviços do Grupo Fleury

**Medicina Diagnóstica:** Realização de exames laboratoriais e de imagem para clientes que são atendidos nas unidades de atendimento própria do Grupo Fleury.

**Medicina Integrada:** Destinada aos hospitais que integram serviços diagnósticos com corpo clínico especializado e realização de exames voltados às análises clínicas, fornecendo informações diagnósticas aos médicos dessas instituições. Também contempla os serviços de checkup, LARE – Laboratório de Referência e gestão de saúde.

**Dental:** Exames odontológicos por imagem realizados pela controlada em conjunto Papaiz.

**A expansão:** Em out/2016, a Companhia divulgou um plano de expansão orgânico, visando à abertura de 73 a 90 novas unidades de atendimento até 2021. Até o 1T20 foram inauguradas 54 unidades, (74% do ponto inferior da projeção).

Além das 54 unidades inauguradas, o Grupo Fleury também realizou seis aquisições de marcas de medicina diagnóstica, adicionando mais 72 novas unidades ao portfólio de marcas, sendo 38 unidades em regiões onde já possuía operação e 34 unidades em novas regiões.

## Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

**Compra:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Neutro:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Venda:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

## EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI\*  
mmariante@planner.com.br

Karoline Sartin Borges  
kborges@planner.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI  
lcaetano@planner.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI  
vmartins@planner.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI  
rmartins@planner.com.br

## DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.